

/ 金融发展与开放研究丛书 /



Wings of Snowball:

Language and M & A of
Listed Companies

李路 著

雪球之翼

语言与企业并购

上海人民出版社

/ 金融发展与开放研究丛书 /

雪球之翼

语言与企业并购

Wings of Snowball:

李路 著

Language and M & A of
Listed Companies

图书在版编目(CIP)数据

雪球之翼:语言与企业并购/李路著. —上海:
上海人民出版社, 2017

(金融发展与开放研究丛书)

ISBN 978-7-208-14575-7

I. ①雪… II. ①李… III. ①企业兼并-研究 IV.
①F271.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 155059 号

责任编辑 龚 权

封面设计 陈 酌

• 金融发展与开放研究丛书 •

雪球之翼——语言与企业并购

李 路 著

世 纪 出 版 集 团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.co)

世纪出版集团发行中心发行 上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 635×965 1/16 印张 16.75 插页 2 字数 203,000

2017 年 10 月第 1 版 2017 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-14575-7/F·2460

定价 58.00 元

金融发展与开放研究丛书 编委会

主 任 杨 力

副 主 任 章玉贵

编委会成员 林洵子 忻炯俊 孙 建 张 耿 宋世方

曹宏岑 罗雪梅 龚龙生 陈传兴 王晋勇

蒋季奎 张 瑾 仓勇涛

本书获上海外国语大学国际金融贸易学院建设一流学科项目资助

丛书总序

享有太多机制化霸权红利的美国在全球货币与金融体系中的边际影响力正处于极为敏感的时间当口。

某种意义上说,发端于美国的经济与金融危机在部分削弱了主要发达国家的经济与金融实力的同时,也为新兴经济大国积极争取国际话语权提供了难得的时间窗口。

因此,在一向极为看重趋势变迁的西方战略家看来,一旦以中国和印度为代表的新兴经济体完成工业革命,并建立了相对完善的金融服务体系,则参与国际治理的精英意识不断上升的上述国家,在国际经济秩序改革中的诉求恐怕绝不满足于对既有经济与金融体系的小修小补,而是基于已有的经济力量,积极寻求参与国际经济话语体系建设甚至重建话语体系。说不定,至今仍在起主导作用的“华盛顿共识”会在某一天被源自东方的某个共识所取代。

不过,在国际政经舞台日渐扮演光鲜角色的金砖国家,要最终成为与老牌工业化国家分庭抗礼的一级力量,需要时间,更需要耐性。

美国承认在金融创新与监管方面的犯错以及欧洲应对债务危机时的捉襟见肘,并不表明他们会平和地接受经济力量东移的趋势。西方尤其是美国依然拥有太多可以打压金砖国家尤其是中国的工具。将中国的经济影响力限制在美欧所框定的范围之内是他们一贯以来的目

标。客观地说,尽管金砖国家已经成为推动全球经济增长的主导力量之一,并可在一定范围内参与国际经济秩序与治理机制改革,但整体而言,并非铁板一块的上述国家短期内尚不具备挑战既有国际经济与金融体系的实力。

经济规模跃居世界第二的中国,尽管改革开放以来遵循比较优势战略将制造业和贸易规模提升到数一数二的水平,但中国一直难以进入全球价值链的高端环节。而美国仅仅凭借国际货币本位币地位就牵住了世界经济和人民币的鼻子。中国数以千万计的产业工人用血汗换来的巨额外汇储备不仅在使用空间与范围上受到很大约束,更面临着随时可能缩水的风险。另一方面,尽管中国近年来一直在积极争取参与国际金融和货币体系的改革,并在一定程度上代表发展中国家提出了较为系统的改革主张,甚至在货币领域亮出了中国的机制设计底牌,但要破除美国 60 余年来精心打造的机制化霸权,可谓说易行难。

无论是全球经济失衡、竞争性货币贬值还是贸易保护主义和全球流动性的泛滥,其背后的主要推手均是美国。客观地说,美国自 1944 年以来在促进世界经济增长和全球金融稳定中的作用举世无匹;不乏创造力的美国也曾为国际经济和金融体系加注了不少创新元素。但正如当年的英国一样,要让国际经济和金融主导国主动褪去自私色彩几乎是不可能的。美国近年来其实一直在设法维持和延长“美元红利”期。美国可以部分满足中国扩大在世界银行和国际货币基金组织中话语权的愿望,但这种投票权的部分东移其实是美国顺应发展中国家要求力压欧洲主要经济大国削减投票权的结果。主要国际经济组织的真实治理结构并未发生根本性变化。至于稍稍有点动摇但依然坚固的美元霸权,仍将是横亘在人民币面前的一堵高墙。

自 1994 年汇率改革以来,中国以贸易和制造业实力为基础,稳步

推动人民币国际化,既是中国经济和金融发展逻辑的自然延伸,也是中国成为负责任经济大国的必要之举。

人民币资本项目下可兑换和利率与汇率的市场化是中国金融改革中极具指标意义的三项工作。其中人民币资本项目下可兑换又是人民币国际化进程中的关键步骤。从全球金融竞争趋势与中国金融业的发展逻辑来看,国家显然对人民币国际化的规格和标准有很高的期待,不仅仅是简单的可替换,而是全功能的,国际货币的所有功能都要具备,更要在国际储备货币体系中占有足够的分量。而人民币在上述领域的每一步进展,某种程度上都意味着削弱美元的地位。

从人民币国际化的进展来看,贸易项目下的人民币结算由于得到政策的大力扶植而发展迅速。作为人民币国际化最基础的工作之一,人民币在跨境贸易中的结算比例发展迅速,目前中国与周边以及其他国家签署了2万多亿元人民币的货币互换协议,人民币经由中国庞大的贸易体系与增长潜力日渐嵌入到全球贸易结算体系中。预计到2020年人民币在中国外贸结算中所占比例将达到28%,届时人民币有可能成为美元和欧元之后的全球第三大贸易货币。而资本项目下的管制正在稳步放松,离岸人民币市场基本上形成了香港—新加坡—伦敦的欧亚重量级据点。至于离岸人民币的回流渠道,主要看中国(上海)自由贸易试验区的相关试验能否取得成功。

从全球金融竞争与产业变迁的趋势来看,中国要实现由贸易与制造大国向资本与产业强国的转变,必须有一个深度嵌入到全球金融与贸易分工价值链的桥头堡来引领。作为全球金融排名前两位的美英来说,可谓极度倚重纽约和伦敦。纽约不仅是全美乃至全世界最为重要的金融中心,亦占据着全球贸易价值链的高端环节,它是全球金融要素最为集中的地带,亦是全球金融定价与商业创意中心;纽约在股权交易方面的地位更是傲视全球其他主要城市。同样,伦敦得天独厚的区位

优势以及深厚的金融底蕴使得英国即便在实体经济已经大不如前的今天依然力保英国的全球性经济与金融大国地位。

志向高远的上海要将自己打造成“东方华尔街”，进而锻造国际金融中心的“纽伦沪”格局，必须在国家的强力支持下，以十二分的紧迫感率先推动人民币国际化。

人民币完全国际化是个极其复杂的过程，不仅是中国“金融资本力”内生性发育的结果，某种意义上还涉及全球权力格局的变迁。换句话说，人民币国际化应是中国经济实力、金融市场发育以及国际货币体系需求“有机结合”的产物。人民币最终可能超越欧元，成为比肩美元的世界货币。但这个目标的实现是一个内生的过程，而非程序化的操作。

总体而言，中国庞大的银行体系代表的依然是相对封闭和低效的运营体系，资本市场的发展面临的约束条件依然很多。中国在金融创意、产品创新、高端战略性金融人才培养与输出等方面都需要大量补课。

第二次世界大战以来，全球最懂得战略设计与执行的国家只有一个，那就是美国。无论是昔日的超级大国苏联还是整体经济实力不输美国的欧洲以及曾经不可一世的日本，或者在与美国的战略博弈中败下阵来，或者上了战略高手美国的当，最终不得不在美国设计和主导的国际政经秩序框架下寻找自己的国家定位。而美国之所以屡试不爽，甚至在整体经济实力由于受到金融危机冲击而走下坡路的情况下依然能够维护国家核心利益，与其超前的战略设计能力以及由其主导的机制化经济与金融霸权密不可分。美国不仅拥有以布鲁金斯学会为代表的超一流智库，更不乏布热津斯基、基辛格、迈克尔·波特、塞缪尔·亨廷顿、弗朗西斯·福山以及丹尼尔·格雷厄姆等战略理论或实践的高手，使得美国的对外政策的预见性和战略谋

划能力往往高出别国一大截；美国自布雷顿森林体系建立以来精心打造的金融高边疆，其超强的防范能力和金融霸权本身的惯性也决非一场金融危机所能摧毁。

从全球金融竞争与格局变迁史的视角观察，业已成为世界第二经济大国的中国迟早会在全球金融体系中占有重要地位。但国际主导性储备货币的新旧更替周期可能需要 20 年才能最终定格。国际货币格局变迁、主导货币的惯性尤其是历史机遇能否到来是制约一国货币国际化的重要因素。美联储在 1913 年成立后旋即成为全球最强中央银行。两次世界大战摧毁了金本位制，美国之外的资本主义经济全面崩溃，美国借此登上全球首席经济强国宝座。全球 75% 的黄金储备流入美国；1944 年召开的布雷顿森林体系宣告美元加冕全球货币王位。美元成为全球最重要或几乎唯一的储备货币、国际清算货币、价值储藏手段、金融交易货币和财富计价单位。不过，从 1913 年到 1944 年，美国还是花了 30 年左右的时间才从英国人手里接过了金融权杖。美国早就知道，要从满身密布金融神经的英国取得金融主导权殊为不易。某种意义上说，若不是两次世界大战耗尽了英国的国力，美国恐怕不会如此顺利实现梦寐以求的目标。而今，国际金融格局变迁面临的环境与 60 余年前相比已经大为不同。在相对和平时期实现国际金融格局的平稳过渡不仅需要经济实力的成长，更需要后起国家提高博弈水准。

美国不仅有最具打击力的国家竞争战略，更不乏拖垮乃至摧毁现实与潜在竞争对手的经济工具。对于迄今为止仍是世界超强经济体的美国来说，金融与武力一样都是美国的最后优势，绝对不可失去！

中国从制造和出口大国向产业和资本强国迈进是整体经济结构升级的内在要求。未来 10 年，中国有望在全球资本流动与金融博弈中扮演更为积极与主动的角色。不过，沉痾积淀的中国金融业如何改革，以

及改革成效将直接决定中国经济战略转型的成败。

由于金融改革与经济转型相互影响、相互制约,因此,如果我国的金融改革无法迈入深水区,不能培育出匹配于经济转型的金融服务与竞争生态环境,那么,转型只是一句空话。尽管普遍的看法是:中国金融体系自1997年以来取得最明显的进步是初步解决了两大问题:一是系统性风险过高问题;二是金融机构出资人制度改革问题。但现在看来,上述两大问题仍未得到根本解决。金融改革涉及的要素如市场发育、制度环境、市场监管以及人才战略都还需要深层次突破。尤其是发展金融业所需要的金融生态环境培育,更非一朝一夕之功。如今,中国极为欠缺的,不仅是行政管理部门高效有序的金融服务意识,更需要所有市场参与主体对发展金融产业的高度认同感、浓郁的金融财富氛围以及无时不在的风险防范意识。一个缺乏金融市场发育和充分竞争的中国,即便政府干预与管理水平再强,恐怕也不能实现金融强国的梦想。

作为超级新兴经济体,中国要在全球顶尖层面的货币分工中拥有一席之地并切实维护本国核心利益,就必须尽快筑起“经济高边疆”,以摆脱在全球经济发展与战略博弈中受制于人的被动局面。

强大的资本市场、世界级的银行与保险体系,比肩美元的国际货币本位币,能与纽约、伦敦抗衡的国际金融中心以及具有国际竞争力的新兴产业群,应是中国构筑“经济高边疆”的战略目标。尽管谁都知道,这是一条荆棘丛生的险道。但中国必须拿出战略决心与可行的方案。

在经济全球金融面临大洗牌的新的历史时期,中国必须构筑能够全方位参与金融分工的种子选手,迫切需要总结以往金融发展的经验,镜鉴美欧金融业教训,前瞻性地分析全球金融竞争的未来生态,以制度创新和人才培育为牵引,锻造中国金融资本力。换句话说,中国在做大

金融业体量的同时,亟须画出契合中国金融业发展的清晰路线图,如何以现有市场主体为基础,培育出一批能在国际市场上比肩跨国金融资本的种子选手,也就是说必须锻造出类似高盛、摩根大通等举世无匹的金融势力。并在巩固传统影响力的基础上,力求在金融创意、机制设计乃至话语权掌控等领域取得突破。目的是在全球经济和金融一体化的框架下,通过金融业国际化和全球市场联动将行为触角伸到美欧发达经济体,一方面是要成为维护中国金融主权的力量工具,另一方面也是经由市场化操作或者隐形操作形成组合影响力,即中国版的“金融资本力”。

在经济全球化背景下,如何推进中国经济可持续发展战略的改革,是值得中国经济学者们去思考的重大现实问题。尽管前面提到的中国(上海)自由贸易试验区的挂牌和中共十八届三中全会都将深刻地影响到中国经济的可持续发展战略改革,但单凭这两个重大事件是不足以让中国经济直接走上可持续发展道路的,还需要中国的经济学者们和政策制定者们上下而求索,这一道路注定是艰难而曲折的。同时,这也是时代给予当代中国经济学者们的历史机遇和广阔的探索空间。

这也是我们出版“金融发展与开放研究丛书”的旨意所在。这套丛书遵循着这样的研究思路展开。第一,研究金融市场的基本规律,探讨中国金融市场改革政策的得失,从微观层面说明中国金融市场运行机制存在的问题,并从宏观层面探讨效率导向金融市场改革发展方向;第二,研究金融市场运行的政策法规问题;第三,以全球化为背景,研究开放条件下金融市场发展的规律。因此,这套丛书并不局限于封闭的研究中国金融发展问题,而是基于全球化背景下的研究,立意在于“中国金融市场如何以效率导向运行”;丛书也不拘于金融理论的探讨,对于重要实践领域也进行了深入的研究。

由于中国金融问题的复杂性,丛书不可能全面地讨论中国金融发

展的所有问题,但我们坚持与中国改革实践为基本导向,期望能为中国经济改革献计献策,从而为中国经济可持续发展贡献绵薄之力。

最后要感谢上海高校一流学科应用经济学学科建设项目基金的资助,也要特别感谢上海人民出版社对本丛书计划的大力支持。上海人民出版社在经济学研究领域享有高品质出版社的良好声誉,我们希望在出版社各位同仁的努力下,本丛书的学术质量可以得到全面保证。

杨 力

上海外国语大学副校长、金融学教授

2014 年 1 月于上海

目 录

丛书总序	杨 力 1
第一章 引言	1
第二章 文献综述	7
第一节 非正式制度研究	7
第二节 企业并购研究	18
第三节 非正式制度与企业并购研究	48
第三章 中国特定制度背景中的兼并与收购	65
第一节 兼并与收购发展历程	65
第二节 中国兼并与收购的发展历程	72
第四章 市场经济体制下的非正式制度研究	78
第一节 作为市场经济体制制度基础的非正式制度	78
第二节 中国特定制度背景下的非正式制度	84
第五章 理论分析与研究假说	89

第一节	语言与企业并购	89
第二节	管理层语言特质与企业并购	91
第三节	独立董事语言特质与企业并购	96
第四节	CEO 行业经验与企业并购	99
第五节	独立董事行业经验与企业并购	103
第六章	实证分析与经验证据	109
第一节	样本选择与数据来源	109
第二节	检验方法与模型	112
第三节	变量设定	114
第四节	描述性统计分析	122
第五节	回归分析	133
第七章	结语	213
第一节	研究结论与启示	213
第二节	本书的理论贡献	218
第三节	研究局限与未来研究方向	220
参考文献		224
附录		248
后记		251

第一章 引言

制度问题是一个世纪性的选题,它贯穿着整个人类发展的历史,人类对于制度的研究也几乎伴随着整个经济思想史的始终。自 19 世纪至今,以凡勃伦、康芒斯等老制度经济学家首次提出制度的定义,到诺斯、科斯为代表的新制度经济学家进一步明确制度的现实意义,百余年来学者们对于制度问题的研究层出不穷,各类制度分析也能够在各类经济学著作中找到。本书即希望借助前人之于制度的研究,运用其理论、方法,将其研究内容进一步拓展与细化至中国具体的非正式制度现象中。

非正式制度是新制度经济学中的一个概念,其与正式制度相对应,是制度构成的其中一个重要部分。具体来说,非正式制度又可以被称为“非正式约束”,是社会认可的、不成文的行为规范,主要包括价值观念、社会习俗、文化传统、道德伦理和意识形态等。在许多正式制度无法及时约束与准确定义の場合,非正式制度能够借助其独特的约束力,即作为正式制度的理论基础和准则,对人们的行为发挥作用。

值得说明的是,意识形态往往被认为处于非正式制度的主导位置,是非正式制度的主要内容。人的意识形态可以被理解为对事物的理解与感知,会受到诸如思维能力、环境、价值取向等因素的影响,这对于本

书的分析具有极大的启发性。本书致力于分析非正式制度中的某一特定环节,发现其实际带来的认知差异与影响,进而探讨其中的内在逻辑。这类研究对于中国具有独特的意义,几千年的历史积淀赋予了中国丰富的非正式制度资源,换句话说,中国的非正式制度特征十分突出与明显,而中国的经济转型进一步为新环境下非正式制度的重要性研究提供了更多的机会与可能。

在对经济产生显著影响的非正式制度中,文化和文化限制对经济发展和进步的影响一再得到强调。文化作为一个极其复杂的现象,是在长期的历史发展过程中形成的,具有相当的稳定性,对社会生活和人类行为产生重要影响(杨宜音,2006; Hofstede, 2001; Taras et al., 2009)。具体到疆域辽阔的中国,各个区域由于不同的地理环境、历史传承以及经济发展,形成了不同的文化特征,这种多层次的文化差异必然影响着社会经济活动。而由于文化构成的复杂性,对中国各个区域文化总体的差异研究很难做到系统与全面(赵向阳,2015),在这个约束条件下,从文化组成中选取一个切入点深入研究具有现实意义。

基于上述原因,在研究对经济活动可能起到重要作用的某一类非正式制度——文化时,本书选取了语言作为研究切入点。原因如下:其一,在影响文化的因素中,语言从来都是重要构成,语言在很大程度上反映了文化的主要特征(申小龙,2008;罗常培,2009;爱德华·萨丕尔,2011);其二,语言本身具有经济学的属性。语言不仅被用于经济沟通,同时被用于记录经济合同与交易契约,其对经济活动具有重要影响(Marschak, 1965);其三,以语言为角度研究非正式制度对中国经济发展的影响具有现实意义:宗教、民族等重要非正式制度在中国不同地区间的差异并不普遍,而语言却恰恰相反,即使全中国几乎通用同一种书面语言,但不同地区使用的口头语言不同且差异显著,语言学家往往将中国语言的多样性与整个欧洲语言的多样性相提并论(Ramsey,

1987)。即使在推行普通话的当下,汉语方言和少数民族语言也并未受到明显冲击,方言的重要性与使用的基本趋势并没有发生改变(普通话普及情况调查文组,2011)。尤其值得注意的是:从家庭到医院以及政府部门等公共场合,普通话的使用频率逐渐增加,然而当出现在工作场所时,普通话的使用比例并不高(普通话普及情况调查文组,2011)。从以上角度出发,从中国语言多样性的角度深入分析中国经济是切实可行的(Chang et al., 2015),已有的研究成果为深入理解语言在经济、社会、政治生活中的作用提供了可参照的分析框架和技术路径。

经济活动涉及面甚广,要深入分析语言对经济的影响,需要选取其中的一个重要视角作为代表。本书以公司并购事件为研究切入点,源于如下考量:首先,企业并购作为公司财务活动最引人注目的一项投资活动,其在经济社会中有着举足轻重的影响,这使得企业并购在某种程度上可以作为经济活动的一个重要代表;其次,并购双方特征差异会从多个方面影响并购事件。其中,并购双方间的文化差异将对并购的价值创造产生重要的影响(王艳和阚铎,2014)。语言作为文化差异的一个主要代表,探究其可能为并购事件带来的影响具有现实意义;最后,语言对经济的影响,最直接的表现方式体现于不同主体间的交流过程中。在资本市场中,公司可以看作不同利益相关者的契约组合,包括股东、管理层、员工、供应商、顾客和政府(监管者)等。并购事件涉及众多参与主体且蕴含高度不确定性,伴随着资源重组的过程,利益主体之间的博弈也最为激烈。在并购过程中,不同主体间存在的文化差异将会对并购活动产生深刻影响,而因其所蕴含的地域归属感与经济属性,语言恰恰能够作为文化的一个代理变量,在帮助并购双方克服跨文化经济交际障碍、进行交易协商、并购决策等方面都发挥着难以替代的作用。具体来说,本书分别分析了公司、管理层、董事会三个不同层面的个体差异对并购所可能带来的影响。